



Anticipation des crises financières : l'exemple des subprimes

Frédéric Marty

► To cite this version:

Frédéric Marty. Anticipation des crises financières : l'exemple des subprimes. Revue de la gendarmerie nationale, Direction générale de la gendarmerie nationale, 2011, pp.35-44. <halshs-00782410>

HAL Id: halshs-00782410

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00782410>

Submitted on 29 Jan 2013

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

De l'anticipation des crises financières :

Réflexions sur la crise des *subprimes*

par FRÉDÉRIC MARTY

« Why had nobody noticed that the credit crunch was on its way ? »¹ la question, désormais célèbre, posée par la Reine Elisabeth II d'Angleterre à la London School of Economics and Political Science en novembre 2008, au plus fort de la crise dite des subprimes, a ravivé le débat sur la capacité des économistes à anticiper la survenance des crises financières. Comment se fait-il, en effet, qu'aucun d'entre eux n'ait vu venir la catastrophe alors même que de nombreuses études identifiaient les fragilités du système financiers international ? Frédéric Marty nous livre ses réflexions.

Les économistes avaient bel et bien anticipé la crise même s'ils ne pouvaient évidemment pas prédire à quel moment précis elle éclaterait. Les déséquilibres macro-économiques, Les risques liés à certaines innovations financières et l'impact des nouvelles règles comptables internationales sur le comportement des acteurs étaient connus bien que les experts en aient sous-estimés les effets. Si défaillance il y eut, c'est sans doute dans l'anticipation des canaux par lesquels elle allait se propager et de sa gravité potentielle. Quelques soient les responsabilités, cette crise aura montré qu'en dépit de l'existence d'outils de prévision performants, le contrôle des risques sur les marchés financiers devient une illusion dès lors que se déclenche une panique financière.

De la bulle Internet à la crise des subprimes

L'une des origines majeures de la crise de 2007 se trouve dans le succès des autorités monétaires américaines dans la lutte contre les conséquences récessives de l'éclatement de la bulle Internet au début de la décennie 2000. La politique de taux particulièrement accommodante de la Réserve Fédérale américaine sous la direction d'Alan Greenspan a, jusqu'en 2004 au moins, suscité une abondance de liquidités sur les marchés. Celle-ci, couplée avec la faiblesse des tensions inflationnistes, a entraîné une croissance trop rapide du crédit. Il s'ensuivit une montée excessive de l'endettement de nombreux agents économiques entretenant à son tour la hausse du cours de certains actifs, qu'il s'agisse des biens immobiliers ou de titres financiers.

La hausse des taux d'intérêt de court terme par la Réserve Fédérale en fin de période ne se traduisait même plus par une hausse des taux longs. La courbe des taux s'inversa : il devenait moins onéreux de s'endetter à long terme qu'à court terme. L'ensemble des éléments d'une nouvelle bulle² étaient réunis.

¹« Pourquoi personne n'avait remarqué que le resserrement du crédit était en marche ? »

²Une bulle spéculative est définie selon Stiglitz (1990) comme une situation dans laquelle la hausse du cours d'un actif est basée sur l'anticipation de sa hausse future par les investisseurs, sans lien avec la valeur fondamentale.

Cette fragilité n'a pas été appréciée à sa juste mesure tant un retournement du marché immobilier américain semblait impossible. En outre, le crédit se substituait à la stagnation des salaires réels pour soutenir la demande et donc l'activité. Le dynamisme du marché immobilier suscitait un *effet de richesse*, soutenant la demande des ménages et accroissant dans le même temps leur capacité d'endettement (dans la mesure où le collatéral du crédit accordé – l'actif immobilier – voyait sa valeur réévaluée). Jusqu'en 2006, le refinancement hypothécaire ne constituait rien de moins que l'un des vecteurs de dynamisation de la consommation des ménages aux Etats-Unis.

Les facteurs de fragilité liés aux innovations financières

Dans ce contexte, les risques propres au marché des *subprimes* ont été sous-estimés alors même qu'il s'agissait d'emprunts immobiliers contractés par des ménages modestes présentant de faibles garanties. De leur côté, les banques étaient moins attentives aux risques de défaut dès lors que le prix des biens immobiliers augmentait et qu'elles étaient en mesure de transférer ces risques vers des tiers au travers d'opérations de titrisation, permettant de transformer les créances détenues par les banques en titres négociables sur le marché (voir encadré).

La titrisation était considérée comme un instrument de répartition optimale des risques sur les marchés financiers et donc de stabilisation de ces derniers. En effet, elle conduisait à transférer chaque type de risque à l'agent économique à même de les gérer au moindre coût tout en permettant aux banques d'alléger la structure de leur bilan et donc de continuer de participer au financement de l'économie. Cependant, elle a incité les banques à des octrois de crédits d'autant plus risqués qu'elle n'auraient pas à les gérer. En outre, elle contribue à la dissémination des risques dans l'économie. Dès lors qu'un titre financier est un composite de nombreux risques dont l'évaluation est difficile, les investisseurs peuvent se trouver dans l'impossibilité de quantifier leur propre exposition au risque.

Les titres émis dans le cadre des opérations de titrisation devaient être évalués par des agences de notation financière³. Des questions auraient dues être posées quant à la nature des incitations qui pouvaient s'exercer sur ces dernières sachant qu'elles sont rémunérées par l'émetteur des titres mais aussi quant à leur capacité d'évaluer les risques réels associés. 80% des titres adossés à des crédits *subprimes* étaient en effet notés AAA, c'est-à-dire au même rang que la dette souveraine de la France ou de l'Allemagne.

Il n'en demeure pas moins que même si le risque propre aux *subprimes* avait été correctement mesuré, il aurait été conçu comme spécifique à un segment marginal du marché hypothécaire américain. Non seulement l'endettement excessif des agents économiques était perçu comme spécifique au marché américain mais il n'apparaissait pas que ce segment du marché hypothécaire – dont le poids financier était marginal – puisse mettre en péril l'ensemble du système financier.

Le paradoxe de la tranquillité

La situation des marchés financiers illustre le *paradoxe de la tranquillité*. Une confiance excessive en la capacité de la banque centrale à soutenir les marchés en injectant des liquidités sans pour autant engendrer des tensions inflationnistes conduisait les prêteurs à réduire le montant des primes de risques exigées. Les investisseurs étaient incités à opter pour des montages à fort effet de levier (i.e. avec un faible ratio de fonds propres par rapport aux dettes) pour réduire le coût de leur financement ; les

³Trois agences de notation financières interviennent sur le marché américain : Standard and Poor's, Moody's et Fitch

prêteurs à s'engager dans des montages plus risqués ou dans des produits financiers plus sophistiqués pour s'assurer un meilleur rendement.

La montée des défauts sur le remboursement des crédits *subprimes* fut en grande partie liée au retournement du marché immobilier américain courant 2007. Cependant, l'impact spécifique des pertes sur ce marché aurait pu être totalement absorbé par le secteur financier dès la fin de l'année 2008. La crise s'est propagée et amplifiée à cause de la contagion induite par les opérations de titrisation et de la difficulté à cerner l'exposition de chaque acteur aux risques liés aux actifs financiers détenus en portefeuille. Ainsi, les économistes ont-ils mal anticipé le phénomène de contagion issu d'un segment marginal : la défiance s'est étendue à tous les acteurs du marché et l'aversion croissante au risque des investisseurs financiers a mis en péril de nombreux opérateurs dont le niveau d'endettement était excessivement élevé. Le défaut d'anticipation de la crise résultait donc pour une part de défaillances dans l'encadrement des marchés notamment en matière de contrôle des risques liés aux nouveaux produits financiers. La complexification des opérations financières rendait également l'évaluation des risques de plus en plus difficile et accroissait les interdépendances entre les opérateurs.

Les instruments financiers utilisés pour gérer optimalement les risques et stabiliser le système financier ont finalement joué comme autant de facteurs de déstabilisation lors de l'éclatement de la crise en contribuant à une dissémination des risques. Cette situation a suscité un mouvement généralisé de défiance entre les acteurs financiers dès les premières difficultés connues. De dégradation de notes financières en annonces de difficultés d'établissements de crédits, les opérateurs ont eu de plus en plus de mal à se refinancer et ont commencé à douter de la capacité de leurs emprunteurs potentiels à honorer leurs échéances. La défiance entre opérateurs à l'origine de la crise de l'automne 2008 reste l'un de ses principaux paradoxes, à savoir : l'illiquidité de certains marchés au premier rang desquels le marché interbancaire concomitante à une abondance de liquidités sur l'ensemble des marchés financiers.

L'effet de ciseau entre règles comptables et normes prudentielles

L'effet de ciseau entre les normes comptables internationales (les IFRS) et les ratios prudentiels (Bâle II) et de solvabilité imposés aux banques a amplifié la crise. En effet, l'évolution des IFRS a conduit à évaluer les actifs financiers non plus au coût historique (i.e. à leur prix d'entrée dans le patrimoine) mais à leur juste valeur, celle-ci étant donnée par le prix de marché ou, à défaut, par la valeur actualisée des flux de ressources liés à son contrôle et résultant d'une modélisation financière. Deux modes de valorisation éminemment pro-cycliques. En effet, la hausse des cours se traduit par une réévaluation constante de l'actif des banques. De même, si la valeur d'un titre est basée sur un modèle, l'anticipation d'une hausse des cours jouera fatalement dans le sens de son appréciation. Chaque hausse accroît la capacité à octroyer de nouveaux prêts et chaque nouvel apport en liquidités entretient à son tour la hausse du prix des actifs. A l'inverse, la nature « euphorisante » de ces normes comptables s'inverse radicalement dès lors que la valeur des actifs financiers vient à décroître induisant la révision à la baisse de l'actif des banques. La baisse des cours a imposé aux banques de reconnaître des pertes dans leurs bilans.

Les risques liés au caractère pro-cyclique⁴ des normes comptables étaient eux aussi connus mais leurs effets furent d'autant plus dévastateurs dans le secteur bancaire qu'elles entraînèrent un phénomène de levier inversé (*deleveraging*). En effet, les normes prudentielles imposaient aux banques de maintenir un rapport minimal entre l'encours des crédits accordés et la valeur de leur actif. Or, si l'appréciation des titres inscrits à l'actif permet, dans la phase de développement d'une bulle spéculative, l'extension du volume des crédits offerts, leur dépréciation, après son éclatement, se traduit par une brusque restriction de leur volume. Les banques ne sont plus en mesure d'octroyer de nouveaux crédits et sont même incitées à céder leurs créances pour continuer à respecter les ratios de crédit et de solvabilité, accroissant ainsi le déséquilibre entre l'offre et la demande de titres. Ce phénomène de *credit crunch* aggrave les problèmes de liquidité sur les marchés. Il conduit également certains opérateurs lourdement endettés à céder des actifs pour disposer de liquidités renforçant la tendance baissière.

Ainsi, les déséquilibres macroéconomiques, les effets pervers de certaines innovations financières et les conséquences de l'interaction entre normes comptables et prudentielles ont joué comme autant de facteurs de crises dont les conséquences potentielles ont été mésestimées.

L'illusion du contrôle

Il serait excessif de dire que la crise est née de l'usage des modèles mathématiques utilisés pour valoriser des actifs financiers complexes et mesurer les risques. En revanche, elle procède indubitablement d'un manque de recul vis-à-vis de ces derniers et de leurs hypothèses sous-jacentes. Deux types de biais peuvent être identifiés.

D'une part, l'*illusion du contrôle* prévalait en raison de la confiance excessive dans la fiabilité des procédures d'évaluation des risques alors même que la possibilité de mesurer un risque ne signifie pas que l'on soit capable de le maîtriser. L'extrême sophistication des modèles utilisés donnait l'impression – trompeuse – que l'ingénierie mathématique était parvenue à maîtriser les risques au moment même où les acteurs du marché partageaient le sentiment, à l'instar des situations qui prévalaient avant l'éclatement des précédentes bulles spéculatives, qu'ils étaient entrés dans une nouvelle ère de croissance continue des marchés financiers. En outre, cette évaluation réalisée segment de marché par segment de marché, instrument financier par instrument financier, ne prenait pas en considération les interdépendances systémiques. La régulation des marchés financiers peut, à ce titre, être considérée comme ayant été insuffisante dans la mesure où elle n'a pas permis de contrôler les effets des produits financiers sur la stabilité d'ensemble du système.

D'autre part, dans l'euphorie du moment, le fait que les modèles utilisés pour valoriser les actifs ne donnent des résultats fiables que dans des *conditions normales* des marchés a été éludé. Ceux-ci reposent sur des méthodes inductives et probabilistes fondées sur les observations des cours passés. L'hypothèse implicite est que les cours d'hier constituent la meilleure approximation des cours de demain. Conformément à la théorie de l'efficacité des marchés financiers, toute nouvelle information sur un titre est instantanément intégrée dans son cours. Ce faisant, en l'absence de toute nouvelle information, le cours d'aujourd'hui est la prévision la plus robuste du cours de demain. Une telle approche est particulièrement favorable au développement de bulles spéculatives comme en témoigne la dynamique propre au marché des *subprimes* : l'appréciation des cours des logements était perçue comme pérenne et

⁴ Désigne une action qui entraîne un nouveau cycle économique. Ainsi plusieurs décisions comptables internationales peuvent avoir des effets directs sur la bonne santé de l'économie. Un investissement massif ou encore des incitations fiscales fortes peuvent influencer directement le cycle économique mondial.

consolidait d'autant l'octroi de nouveaux crédits. Les opérateurs, suivant en ceci le cheminement commun à toutes les crises boursières, ont extrapolé les tendances passées pour former leurs anticipations. A court terme, ou si l'on anticipe un fonctionnement stable des marchés, il est possible de raisonner sur des séries de probabilités liées aux événements passés, donc sur des données relativement « objectives » et communes aux différents opérateurs. Cependant plus l'horizon temporel est lointain, plus les discontinuités liées à l'introduction d'innovations financières sont fortes et plus les anticipations deviennent subjectives. Le flux continu d'innovations financières – notamment la titrisation – joua en ce sens en créant une incertitude radicale sur la valeur de certains actifs. En fait, l'ensemble des innovations financières a conduit à une dissémination telle des risques que le système financier pouvait être déstabilisé par tout imprévu susceptible de remettre en cause les anticipations des opérateurs et donc de déclencher une panique boursière. Si la défiance s'installe sur les marchés, la nature mimétique des comportements se renforce et les décisions sont de plus en plus liées aux anticipations que l'on forme sur les décisions futures des autres acteurs du marché.

En ce sens, tant les mécanismes déclencheurs que les défaillances en matière de prévision de la crise des *subprimes* s'intègrent dans la longue série des crises financières recensées depuis l'époque moderne, de la spéculation sur les bulbes de Tulipes en Hollande au XVII^{ème} siècle et de la faillite de John Law et de la Compagnie du Mississippi sous la Régence jusqu'à l'éclatement de la Bulle Internet en 2000/2001.

* * *

Ainsi, la crise financière de 2008 était-elle anticipée. Ses facteurs permissifs (notamment de nature macroéconomique) ainsi que ses facteurs potentiellement aggravants (l'effet de ciseau entre les règles comptables et les normes prudentielles, les transferts de risques via la création de produits financiers complexes et les effets pervers des systèmes d'incitations mis en place dans le secteur bancaire) étaient identifiés. Cependant, les économistes pouvaient d'autant moins prévoir le moment du retournement qu'il pouvait dépendre d'un événement même relativement marginal, comme l'a montré le cas de la montée des défauts sur les prêts hypothécaires à risque aux Etats-Unis. Les économistes n'ont pas non plus pris la mesure des effets externes créés par les produits financiers en question et des interdépendances existant de ce fait entre les différents marchés. Les modèles de marché utilisés ne permettaient guère plus d'anticiper les comportements des opérateurs en cas de panique financière. Or, le déclenchement même de la crise avec l'assèchement de la liquidité interbancaire témoigne de la construction éminemment subjective et mimétique des décisions des acteurs du marché financiers dès lors que les modèles deviennent inopérants et qu'ils entrent dans une situation d'incertitude radicale.

FRÉDÉRIC MARTY

Chargé de recherche au CNRS

Frédéric Marty est chargé de recherche au CNRS et rattaché au Groupe de REcherche en Droit, Economie et Management. Ancien élève de l'Ecole Normale Supérieure de Cachan, il a été détaché de 2001 à 2003 au sein de l'Observatoire Economique de la Défense (DAF/SGA). Economiste du droit, ses travaux portent principalement sur les politiques de concurrence et sur les contrats publics, notamment le financement des partenariats public-privé.

ENCADRÉ

La titrisation est une opération par laquelle un établissement bancaire cède à un véhicule contractuel créé pour l'occasion une partie des crédits qu'il a accordés. Ce véhicule finance son acquisition en émettant des obligations sur le marché ; obligations dont les coupons et le principal seront réglés à partir de la perception des remboursements des crédits initiaux. La banque améliore ainsi la structure de son bilan et peut s'engager dans d'autres opérations de financement de l'économie. Au niveau collectif, le bien-être peut s'accroître dans la mesure où le véhicule va restructurer son portefeuille de crédits et donc vendre des titres (d'où l'appellation de titrisation de créances) de caractéristiques différentes des prêts initiaux et présentant des couples rendement / risque différenciés qui peuvent donc être mieux valorisés au travers de leur cession à différentes classes d'investisseurs.

EN SAVOIR PLUS

- Artus P., Betbèze J.-P., de Boissieu C. et Capelle-Blancard G., (2008), *La crise des subprimes*, Rapport du CAE, La Documentation Française, 284p.
- Boyer R., (2008), *History Repeating for Economists: An Anticipated Financial Crisis*, Centre Cournot pour la Recherche en Economie, Prisme n°13, novembre, 47p.

RÉSUMÉ

La crise des *subprimes* a ravivé le débat relatif à la capacité des économistes à anticiper la survenance des crises financières. Si l'ensemble des facteurs de fragilité du système financier avait été de longue date identifié par les économistes, ceux-ci ne pouvaient prévoir à quel moment les marchés se retourneraient. Cependant, il peut leur être fait grief d'avoir mésestimé la gravité potentielle d'une crise qui aurait pu conduire à un effondrement systémique.